

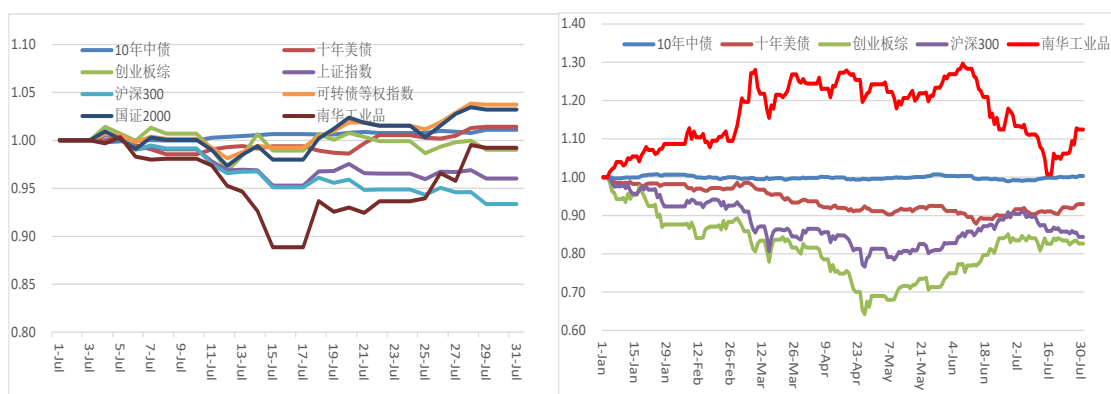
债券市场回顾与展望

2022-7

一、 市场回顾

2022 年 7 月，主要大类资产表现如下图（左）。债券类资产（10 年中债）走势分化，其中 10 年国债期货上涨 1.10%，南华工业品下跌 0.78%，跌幅缩窄，股票指数走势分化，其中创业板下跌 0.97%，沪深 300 下跌 6.64%，国证 2000 上涨 3.2%。十年美债收益率大幅下行，上涨 1.41%。整个 7 月份，债券类资产上涨，商品跌幅收窄，股票资产走势分化。

2022 年 1-7 月，主要大类资产表现如下图 2（累计）。其中，债券类资产（10 年中债）上涨 0.31%，南华工业品价格指数累计上涨 12.44%。沪深 300 累计下跌 15.59%，创业板累计下跌 17.31%。十年美债累计下跌 7.05%。



数据来源：兴合基金

二、 经济政策环境

统计局公布 2022 年上半年实体经济数据：二季度 GDP 同比+0.4%，低于市场预期均值的 1.1%左右，主要源于服务业复苏疲弱，工业复工复产季度皆好于 2020 年可比时期。除了居民服务消费仍然偏弱，地产相关的服务也偏弱，从事服务业居多的青年人就业压力仍然比较大。6 月单月基建增速明显反弹，稳经济一揽子政策仍会持续落地。

通胀方面，猪油共振，服务修复，加之低基数，6月CPI同比从2.1%反弹至2.5%。能源价格支撑，金属价格拖累，PPI同比由6.4%放缓至6.1%，环比终结了2-5月的正增，其中翘尾因素较上月多拖累0.3ppt，新涨价因素与上月持平。

日期	工业增加值		CPI:环比	PPI	PPI:生产资料:环比		固定资产投资	房地产开发投资	制造业	社会消费品	社会消费品:实际	M2	社会融资规模
Date	M0000545	M0000612	M0000705	M0001227	M0066329	M0000273	S0029657	M0000357	M0001428	M5405526	M0001385	M5525763	
2017-06-30	7.6000	1.5000	-0.1521	5.5000	-0.2000	8.6000	8.5000	5.5000	11.0000	10.0000	9.1000	14.9178	
2018-06-30	6.0000	1.9000	-0.1000	4.7000	0.4000	6.0000	9.7000	6.8000	9.0000	7.0000	8.0000	11.7613	
2019-06-30	6.3000	2.7000	-0.1000	0.0000	-0.4000	5.8000	10.9000	3.0000	9.8000	7.8600	8.5000	11.1934	
2020-06-30	4.8000	2.5000	-0.1000	-3.0000	0.5000	-3.1000	1.9000	-11.7000	-1.8000	-2.9000	11.1000	12.8000	
2021-06-30	8.3000	1.1000	-0.4000	8.8000	0.5000	12.6000	15.0000	19.2000	12.1000	9.8000	8.6000	11.0000	
2022-06-30	3.9000	2.5000	0.0000	6.1000	-0.1000	6.1000	-5.4000	10.4000	3.1000	-0.5786	11.4000	10.8000	

数据来源：Wind 数据库

6月社融总量突破5万亿，同比多增1.47万亿，存量同比增速进一步抬升0.3个百分点至10.8%，核心驱动是政府债券、基建配套信贷以及未贴票，三项分别贡献了整体社融同比多增的59%、50%以及8.7%。6月新增贷款2.81万亿元，同比多增约6900亿元，6月国内疫情继续改善，加上政策推动，使得信贷同比明显多增，其中居民贷款有所恢复，企业贷款同比明显多增，主要是基建相关贷款有所增加；从结构上来看，票据冲量现象减少，中长期贷款增加，信贷结构有所改善。

6月M1同比增长5.8%，较5月提升1.2%，M2同比增长11.4%，较5月提升0.3%，“M2-M1”剪刀差较5月缩小0.9%至5.6%。

整个上半年，社融融资增量约21万亿元，同比多增约3.2万亿元，其中对实体信贷约13.6万亿元，同比多增约6400亿元，政府债券增量约4.65万亿元，同比多增约2.2万亿元，上半年社会融资增长主要来自政府债券支撑。

三、 综述

7月上旬，债券市场延续6月下旬宽信用预期下的下跌，10年期国债在6月底和7月初两次触及2.85%后，收益率止跌进入胶着状态。随后各地

疫情零星出现，市场整体反应平淡。央行公开市场操作首现 30 亿投放，货币政策进入观察期，稳增长政策进入逐步落地期。

7 月中旬，金融数据发布，总量层面超出市场预期，结构上主要是稳增长相关的政府债券和基建类信贷贡献增长，反应实体真实需求的企业信贷和居民部门信贷未见明显改善。市场将此视为政策刺激后的信用脉冲式增长，利空出尽市场展开反弹。同时，受第一财金关于楼盘停供报道（全国 15 省超 50 楼盘发布停供声明，涉及房贷约 2 万亿），市场对宽货币持续性信心增强，10 年国债收益率跌破 2.8%，叠加克强总发言表示“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”。市场调降对下半年经济增长和宽信用预期，市场展开一波比较流畅的反弹。

7 月下旬，债券市场收益率在经历快速下行后，出现部分止盈。7.28 召开政治局会议，强调保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。市场对下半年经济复苏斜率平缓进一步确认，收益率继续下行，叠加国际政治局势变化，国债期货在月末突破今年 4 月以来的区间震荡格局。

7 月整体债市在宽信用预期调降，地产下行周期过程中爆发的停供事件及外围政治环境恶化的影响，债券市场收益率经历一波快速下行。权益市场也在 7 月初告别快速反弹后震荡下跌。股债在交易 5-6 月政策刺激稳增长后，债强股弱的局面共同反应出市场对经济复苏的力度及政策刺激意愿不强的市场环境。

四、 展望

当前，从社融总量实体流动性指标增速来看，流动性已经触底；经济增长指标构筑双底；大宗商品等价格已经呈现出疲弱状态。美国经济陷入滞涨概率上升。国内经济地产仍是主要拖累项，疫情制约消费，外部出口在外部出现衰退迹象时面临增速放缓压力。综合股、债、商的市场表现看，大类资产反应经济弱复苏的预期。

展望未来，国内实体流动性宽松，短期经济尚未有很明确的反弹。在流动性维持宽松的条件下，叠加疫情缓解，预计经济复苏可期。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。